

## Yataş

Endeksin Üzerinde

Hisse Fiyatı: 13,32TL  
12 Aylık Hedef: 23,57TL

Kayahan Demirak

[Kaya.hanazmi.demirak@akyatirim.com.tr](mailto:Kaya.hanazmi.demirak@akyatirim.com.tr)

## Cazip Değerleme

**Yataş** hisseleri son 6 ayda endeksin %44 altında performans gösterdi. İç piyasada azalan alım gücü ve yüksek maliyet enflasyonu nedeniyle 2Y22'de zayıflayan operasyonel karlılıkla alakalı endişelerin zayıf hisse performansının temel sebepleri olduğunu düşünüyoruz. Hisse TÜFE'ye kıyasla da aynı dönemde %26 reel düşüş gösterdi. Şirketin mevcut değerlemesinin bahsettiğimiz riskleri fazlasıyla yansıttığını düşünüyoruz. Yataş, 2022 beklentilerimize göre 3,3x FD/FAVÖK ve 4,8x F/K ile son 3 yıllık ortalamalarına göre %38 ve %45 iskonto ile işlem görüyor.

**Uzun vadeli büyüme dinamikleri değişmedi:** Yataş'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: i) sektörde geleneksel satış kanalından modern satış kanalına geçişin devam etmesi, ii) şirketin ana faaliyet alanındaki güçlü pazar konumu, iii) halen olumlu demografik yapı, iv) Divanev formatının ölçeklenebilirlik potansiyeli ve v) şirketin e-ticaret kanalında artan varlığı olarak özetleyebiliriz. Yataş'ın, i) tüketicinin beğenilerine uygun, kanıtlanmış ürün portföyü ve ii) maliyet baskılarını rakiplerinin çoğundan daha iyi bir şekilde yönetmeye ve verimlilik yatırımı / kapasite artışı yapmaya olanak tanıyan güçlü bilançosu sayesinde Türkiye'deki pazar payını artırmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

**1Ç22'de güçlü büyüme bekliyoruz:** Yataş'ın 1Ç22'de yıllık bazda %99 büyüme ile 1,05 milyar TL ciroya ulaşmasını bekliyoruz. Bu, nispeten zorlu faaliyet ortamında dolar bazında %6 büyüme işaret ediyor. Hammadde maliyet baskısı nedeniyle 1Ç22 FAVÖK marjının yıllık 1,2 puan düşüşle %13,0 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Güçlü büyüme sayesinde net kârın da 1Ç22'de %76 artışla 82mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin 1Ç22'de rekabetçi konumunu gözeterik fiyat ve hacim büyümesi arasında sağlıklı bir denge kurduğunu görüyoruz. 2022 yılının tamamında Yataş'ın 5,04 milyar TL gelir (yıllık +%76), 716mn TL FAVÖK (yıllık +%65) ve 420mn TL net kar (yıllık +%64) elde etmesini bekliyoruz.

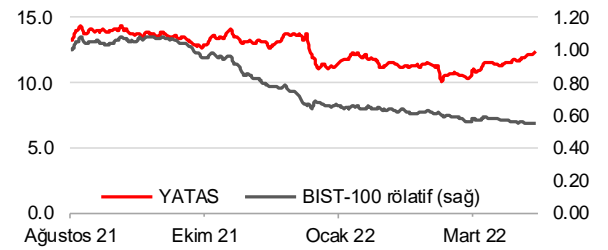
**Marjlara ilişkin riskler orta vadede yukarı yönlü:** Şirketin için 2022'de öngördüğümüz %14'lük FAVÖK marjı, artan maliyet baskıları ve kademeli fiyat geçişleri nedeniyle son 5 yıllık ortalamaların (2017-2018'e göre UFRS 16 ile düzeltilmiş) yaklaşık %2,5-3,0 altında. 2022 sonrasında maliyet artışlarında normalleşme, kademeli fiyat artışları ve operasyonel kaldiraç nedeniyle marjlarda artış için alan olduğunu düşünüyoruz. 2025 sonrası öngördüğümüz uzun vadeli %15,5 FAVÖK marjı, şirketin tarihi ortamlarının hala altında. Dolayısıyla tahminlerimizin görece muhafazakâr olduğunu düşünüyoruz.

Bloomberg Kodu	YATAS TI
<b>Tavsiye</b>	<b>Endeksin Üzerinde Getiri</b>
<b>Hedef fiyat, TL/hisse</b>	<b>TRY23.57</b>
Son kapanış, TL/hisse	13.32
Yukarı potansiyel	%77
Halka açıklık oranı	%54

Piyasa değeri, TL mn	1,995
Firma değeri, TL mn	2,299

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
<b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b>				
Ciro	1,748	2,859	5,042	7,108
FAVÖK	331	433	716	1,045
Net kar	170	256	420	627
Net borç	68	304	341	278
Net borç/FAVÖK	0.21	0.70	0.48	0.27
FAVÖK marjı	%18.9	%15.2	%14.2	%14.7
Net marj	%9.7	%9.0	%8.3	%8.8
Ciro, y/y	%50	%64	%76	%41
FAVÖK, y/y	%61	%31	%65	%46
Net kar, y/y	%97	%51	%64	%49
F/K	7.5	8.5	4.8	3.2
FD/FAVÖK	4.1	5.7	3.3	2.2
FD/Ciro	0.8	0.9	0.5	0.3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%25	%13	-%2	%20
BIST 100 rölafif	%4	-%6	-%44	-%11
AOİH, TRYmn	37	23	28	24



Kaynak: AK Yatırım Araştırma  
Rapor fiyatları 15 Nisan, 2022

## Değerleme

Yataş'ı INA analizi ile değerlendiriyoruz. Şirket, 2022 beklentilerimize göre 3,3x FD/FAVÖK ve 4,8x F/K ile son 3 yıllık ortalamalarına göre %38 ve %45 iskonto ile işlem görüyor. Çarpanların oldukça cazip olduğunu ve şirketin orta vadeli büyüme potansiyelini yansıtmadığını düşünüyoruz. INA modelimizde, %21,0 risksiz orana ek olarak, %5,5 özsermaye risk primi, 1,0x beta ve %15 ortalama borç/öz kaynak oranı kullanıyoruz. Bu da ortalama %25,3'lük ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine işaret ediyor. Öngörülerimizde, FAVÖK marjının 2025 yılında kademeli olarak %15,5 seviyesine yükseleceğini ve projeksiyon döneminde sabit kalacağını varsayıyoruz. Bu raporla Yataş için Gözden Geçiriliyor olan tavsiyemizi Endeksi Üzerinde Getiri olarak revize ediyoruz.

## Düzenli temettü ödeyen bir şirket haline geldi

Yataş 2020 sonrasında düzenli temettü ödeyen bir şirket haline geldi. Şirket bu yıl %39 dağıtım oranıyla hisse başına brüt 0,6676 TL temettü açıkladı (%5.0 temettü verimi). Şirketin önümüzdeki dönemde %30 dağıtım oranıyla düzenli temettü ödemelerine devam edeceğini öngörüyoruz. Beklentilerimiz 2023/204 yılları için %6,3/%9,5 temettü verimine işaret ediyor. Şirketin mevcut dağıtım oranı beklentilerimize yukarı yönlü riske işaret ediyor.

## Mağaza açılışları pandemi etkisine rağmen güçlü seyretti

Yataş, pandeminin olumsuz etkisine rağmen son iki yılda franchise ağına 197 yeni yurt içi mağaza ekledi. Franchise mağaza ilavelerinin yaklaşık 1/3'ü Divanev formatından geldi (toplam 59 mağaza). Toplam mağaza sayısı (Yataş'ın sahip olduğu 84 mağaza dahil), 2019'daki 373'ten 2021'de 570'e yükseldi. Bu durum 2019-2021'de ortalama %42 alan büyümesine işaret ediyor. Yeni mağazaların olgunlaşmasının yaklaşık 2 yıl sürdüğü göz önüne alındığında bu durum, önümüzdeki iki yıl içinde gelir artışı için pozitif olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla, talep yönlü riskleri göz önünde bulunduran gelir tahminimizin muhafazakâr olduğunu öngörüyoruz. Yataş'ın önümüzdeki üç yıl içinde her yıl ortalama 45 yeni mağaza açmasını ve toplam satış alanını %23 artırmasını bekliyoruz. Mağaza açılışlarına ilişkin öngörülerimiz de şirketin yıllık 70-80 mağaza açılışını öngören tahminlerine kıyasla muhafazakâr.

## Nakit akışında iyileşme için alan var

Şirketin net işletme sermayesinin satışlara oranı, 2020'de düşük olan baz olan %8,5'den, 2022'de %14,5'e yükseldi. 2021'de zayıf nakit üretimi. Bu baz etkisine ek olarak, artan peşin ödenmiş giderler ve devletten KDV alacakları (2021'de 100 milyon TL nakit çıkışı getirdi) 2021'de zayıf nakit akışına yol açtı. Mevcut enflasyonist ortam ve tedarik sıkıntıları şirketleri daha yüksek stokla çalışmaya teşvik ediyor ve piyasada TL borç vadelerini kısmen kısaltıyor. Buna rağmen şirketin mevcut nakit döngüsü ile faaliyetlerinden nakit akışının kademeli olarak iyileşmesinin bekliyoruz.

## Riskler

Başlıca risk faktörleri i) TL'de beklenenden yüksek değer kaybı, ii) ana hammadde fiyatlarında beklenenden yüksek artış, iii) tüketici güveninde uzun süreli zayıflık, iv) fiyatlama ve marjlar üzerinde baskı yaratacak yoğun rekabet ve v) beklenenden daha yüksek işletme sermayesi ihtiyacının nakit akışı üzerinde baskı oluşturması.

Gelir Tablosu (TRYmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
<b>Net satışlar</b>	<b>1,748</b>	<b>2,859</b>	<b>5,042</b>	<b>7,108</b>	<b>8,780</b>
Satışların maliyeti	-1,066	-1,868	-3,305	-4,623	-5,702
<b>Brüt kar</b>	<b>682</b>	<b>991</b>	<b>1,737</b>	<b>2,485</b>	<b>3,078</b>
Faaliyet Giderleri	-425	-644	-1,163	-1,639	-2,008
<b>VFÖK</b>	<b>258</b>	<b>347</b>	<b>575</b>	<b>846</b>	<b>1,069</b>
Diğer faaliyet gelir & giderleri	-3	-3	15	6	12
Yatırım faaliyetlerinden gelir & giderler	0	0	0	0	0
Net finansal gelir & gider	-36	-17	-58	-68	-69
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>218</b>	<b>327</b>	<b>532</b>	<b>784</b>	<b>1,012</b>
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri (gideri)	-48	-71	-112	-157	-202
Azınlık Payları (-)	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>170</b>	<b>256</b>	<b>420</b>	<b>627</b>	<b>809</b>
Amortisman & İtfa Payları	73	86	141	199	263
<b>FAVÖK</b>	<b>331</b>	<b>433</b>	<b>716</b>	<b>1,045</b>	<b>1,333</b>
<b>Büyüme Oranları (Yıllık)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Net Satışlar	50%	64%	76%	41%	24%
Brüt Kar	41%	45%	75%	43%	24%
VFÖK	85%	35%	66%	47%	26%
FAVÖK	61%	31%	65%	46%	28%
Net Kar	102%	51%	64%	49%	29%
<b>Kar Marjları</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Brüt Kar Marjı	39.0%	34.7%	34.5%	35.0%	35.1%
VFÖK Marjı	14.7%	12.1%	11.4%	11.9%	12.2%
FAVÖK Marjı	18.9%	15.2%	14.2%	14.7%	15.2%
Net Kar Marjı	9.7%	9.0%	8.3%	8.8%	9.2%
<b>Önemli Oranlar</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Ticari alacak günleri	30	30	30	30	30
Stok günleri	122	131	131	131	131
Ticari borç günleri	121	95	95	95	95
İşletme sermayesi günleri	32	65	65	65	66
Yatırım Harcamaları/Net Satışlar	4.0%	5.1%	3.5%	4.5%	5.0%
Net borç (TRYmn)	68	304	343	281	125
Net borç / Özkaynak	0.13	0.30	0.26	0.15	0.05
Net borç / FAVÖK	0.21	0.70	0.48	0.27	0.09
Aktif Karlılık Oranı (%)	23.4%	14.2%	16.0%	17.8%	18.3%
Yatırım Sermayesi Karlılık Oranı (%)	35.2%	29.1%	30.9%	35.8%	36.5%
Özkaynak Karlılık Oranı (%)	32.1%	25.4%	31.7%	34.3%	33.0%
Temettü Dağıtım Oranı (%)	25.6%	24.0%	39.1%	30.0%	30.0%
Temettü getirisi (%)	-1.7%	-1.9%	-5.0%	6.3%	9.4%
Etkin vergi oranı (%)	-22%	-22%	-21%	-20%	-20%
<b>Değerleme</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
FD/Net Satışlar	0.8	0.9	0.5	0.3	0.2
FD/FAVÖK	4.1	5.7	3.3	2.2	1.6
F/K	7.5	8.5	4.8	3.2	2.5
Operasyonel Nakit Akışı getirisi (%)	16.7%	-0.8%	5.7%	8.3%	10.0%
Serbest Nakit Akışı getirisi (%)	10.6%	-7.3%	1.0%	2.6%	3.7%

Nakit Akışı (TRYmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>258</b>	<b>347</b>	<b>575</b>	<b>846</b>	<b>1,069</b>
Amortisman & İtfa Payları	73	86	141	199	263
Vergi	-29	-66	-112	-157	-202
İşletme Sermayesindeki Değişim	-10	-389	-319	-296	-257
<b>İşletme Faaliyetlerinden Elde Edilen Nakit</b>	<b>292</b>	<b>-22</b>	<b>285</b>	<b>591</b>	<b>874</b>
Kira ödemeleri (TFRS-16)	-36	-43	-59	-86	-107
Yatırım Harcamaları	-69	-145	-176	-320	-439
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>186</b>	<b>-209</b>	<b>50</b>	<b>186</b>	<b>327</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	88	51	79	0	-105
Ödenen Temettü	-22	-41	-100	-126	-188
<b>Finansal Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit</b>	<b>66</b>	<b>10</b>	<b>-21</b>	<b>-126</b>	<b>-293</b>
Diğer	-49	14	12	25	27
<b>Nakit Varlıklar Değişim</b>	<b>203</b>	<b>-185</b>	<b>40</b>	<b>62</b>	<b>50</b>
Nakit – dönem başı	93	297	111	151	213
Nakit – dönem sonu	297	111	151	213	263

Bilanço (TRYmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>896</b>	<b>1,267</b>	<b>2,078</b>	<b>2,877</b>	<b>3,593</b>
Nakit & Nakit Benzerleri	297	111	151	213	263
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	144	231	412	578	722
Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	4	2	2	2	2
Stoklar	356	668	1,182	1,653	2,046
Diğer Dönen Varlıklar	95	255	331	431	560
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>520</b>	<b>929</b>	<b>974</b>	<b>1,106</b>	<b>1,293</b>
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	1	2	3	3	3
Maddi Duran Varlıklar	438	791	816	927	1,092
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26	43	53	63	73
Diğer Duran Varlıklar	55	94	103	113	125
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,416</b>	<b>2,196</b>	<b>3,052</b>	<b>3,982</b>	<b>4,886</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>585</b>	<b>890</b>	<b>1,347</b>	<b>1,702</b>	<b>1,924</b>
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	115	220	298	299	193
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	352	484	860	1,201	1,481
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	118	182	182	194	240
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1	4	6	8	10
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>301</b>	<b>299</b>	<b>379</b>	<b>452</b>	<b>512</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	250	196	196	196	196
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	34	87	154	216	267
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	18	16	29	41	50
<b>Özkaynaklar</b>	<b>530</b>	<b>1,007</b>	<b>1,327</b>	<b>1,828</b>	<b>2,449</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	530	1,007	1,327	1,828	2,449
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>1,416</b>	<b>2,196</b>	<b>3,052</b>	<b>3,982</b>	<b>4,886</b>

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019